

Rahoitusratkaisu ei tuonut nousuvaraa

Tarkastamme Sotkamo Silverin tavoitehintamme 3,80 Ruotsin kruunuun (aik. 4,00 kruunua) ja toistamme yhtiön vähennä-suosituksemme. Yhtiön perjantaina julkaisema alustava rahoituspaketti oli hieman odotuksiamme kalliimpi omistajille, mikä heijastelee tavoitehintamme laskua. Mielestämme Sotkamo Silverin osakekurssi hinnoittelee oikein Hopeakaivoksen potentiaalin tällä hetkellä.

Yhtiö sopi alustavasti rahoituspaketin viimeisestä palasesta

Sotkamo Silver tiedotti perjantaina, että yhtiö on sopinut suomalaisten instituutio-sijoittajien kanssa alustavasti vähintään 20 MEUR:n rahoituspaketista Hopeakaivoksen rakentamiseen liittyen. Perjantaina julkaistu paketti muodostuu kolmesta osasta, jotka ovat 1) 9,25-15 MEUR:n joukkovelkakirjalaina 10 %:n kuponkikorolla 5 vuodeksi 2) 4 MEUR:n suunnattu osakeanti osakekurssilla 0,34 euroa/3,40 SEK 3) 5 MEUR:n vaihtovelkakirjalaina 8 %:n kuponkikorolla 4,5 vuodeksi. Paketin neljäs jo aiemmin tiedossa ollut osa on 2 MEUR investointituki Pohjois-Suomen ELY-keskukselta. Rahoitusratkaisun muuttuminen sitovaksi vaatii vielä Sotkamo Silverin yhtiökokouksen (järjestetään 15.3.2018) hyväksynnän vaihtovelkakirjalainan liikkeelle laskemiselle sekä teknisiä järjestelyitä, mutta arvioimme näiden olevan enää muodollisuuksia. Sotkamo Silverin on tarkoitus saada rahoituspaketti valmiiksi maaliskuun loppuun mennessä ja arvioimme yhtiön hallituksen tekevän heti rahoitusratkaisun varmistumisen jälkeen sitovan investointipäätöksen Hopeakaivoksesta. Tuotanto Hopeakaivoksella voi siten alkaa suunnitellusti vuoden 2019 alussa.

Osakemäärän kasvu painoi hieman tavoitehintamme

Rahoituspaketin hinta ei ole edullinen, mutta kuten pitkät rahoitusneuvottelut ovat osoittaneet, rahoituksen hankkiminen tämältyypisiin korkean riskin hankkeisiin on vallitsevassa rahoitusmarkkinan tilanteessa haastavaa. Joukko- ja vaihtovelkakirjan korot olivat myös vain marginaalisesti odotuksiamme korkeammat, mutta haetun rahoituksen kokoluokka oli hieman odotuksiamme suurempi ja maturiteetti pidempi, mikä nosti Sotkamo Silverin rahoituskulujen ennusteitamme lähivuosille maltillisesti. Uutta omaa pääomaa emme sen sijaan enää odottaneet yhtiön enää keräävän. Siten noin 10 %:lla yhtiön osakemäärää laimentava suunnattu osakeanti heijastui negatiivisesti Sotkamo Silverin tavoitehintamme taustalla olevan kassavirtamallin osakekohtaisen arvoon. Vaihtovelkakirjalainan mahdollista konversiota emme ole vielä huomioineet ennusteissamme (konversiokurssi noin 4,70 SEK tai 0,47 euroa per osake). Uskomme, että saavutettu rahoituspaketti oli paras saatavilla oleva kokonaisratkaisu yhtiölle. Lisäksi maturiteetiltaan pitkä velkarahoitus antaa johdolle rauhan keskittyä Hopeakaivoksen ja muiden hankkeiden kehittämiseen ilman rahoitushuolia. Siten suhtaudumme siihen kokonaisuutena melko neutraalisti.

Hopeakaivoksen potentiaali on hinnoiteltu edelleen oikein osakkeeseen

Päivitimme Sotkamo Silverin kassavirtamallimme rahoituspaketin mukaiselle osakemäärälle, kun taas mallin muihin parametreihin teimme vain hienosäätöä. Muutoksien jäljiltä mallin osakkeelle indikoima arvo laski hieman ja on nyt noin yhtiön nykyisen pörssikurssin tasolla. Siten Hopeakaivoksen tämänhetkinen potentiaali on hinnoiteltu mielestämme varsin oikein osakkeeseen. Osakkeen neutraalia hinnoittelulukua indikoi myös suhteellinen tasearvostus, sillä Sotkamo Silver on hinnoiteltu tasepohjaisesti (2018e P/B 1,6x) noin linjaan suhteessa pienistä hopeakaivosyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Siten toistamme neutraalin näkemyksemme osakkeesta.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MSEK	MSEK	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
			%	MSEK	SEK	SEK	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	0	-14	-	-10	-0,10	0,00	-	-21,8	-21,6	-44,9	0,0 %
2017	0	-21	-	-15	-0,14	0,00	-	-14,5	-14,5	-27,7	0,0 %
2018e	0	-38	-	-53	-0,41	0,00	-	-15,2	-15,2	-9,4	0,0 %
2019e	293	95	32 %	75	0,45	0,07	2,1	4,6	6,5	8,6	1,7 %
2020e	299	110	36,9 %	90	0,55	0,14	1,7	3,2	4,7	7,1	3,5 %
Markkina-arvo, MEUR		512		OPO / osake 2018e, SEK		2,46		CAGR EPS, 2017-2020, %			-
Nettovelka 2018e, MSEK		65		P/B 2018e		1,6		CAGR kasvu, 2017-2020, %			-
Yritysarvo (EV), MEUR		577		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		20,7 %		ROE 2018e, %			-16,5 %
Taseen koko 2018e, MSEK		517		Omavaraisuusaste 2018e, %		61,1 %		ROCE 2018e, %			-8,8 %

Analytikko

Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 3,80 SEK

Edellinen: 4,00 SEK



Lähde: Bloomberg

Eiisen päätös 3,90 EUR

12 kk vaihteluväli 3,35-5,45 EUR

Potentiaali -2,6 %

Ohjeistus

Ohjeistusmuutos: Ei ohjeistusta

Rahoituskuluennusteet nousivat maltillisesti paketin myötä

Rahoituspaketti koostuu useammasta osasta

Sotkamo Silver tiedotti perjantaina, että yhtiö on sopinut suomalaisten instituutiosijoittajien kanssa alustavasti vähintään 20 MEUR:n rahoituspaketista Hopeakaivoksen rakentamiseen liittyen. Perjantaina julkaistu paketti muodostuu kolmesta osasta, jotka ovat seuraavat

- 1) 5 vuoden ja 9,25-15 MEUR:n joukkovelkakirjalaina 10 %:n kuponkikorolla
- 2) 4 MEUR:n suunnattu osakeanti osakekurssilla 0,34 euroa (3,40 SEK). Merkintähinta vastaa noin 17 %:n alennusta vuoden 2018 keskimääräiseen pörssikurssiin. Yhtiökokouksen jo antaman antivaltuutuksen perusteella toteutettava suunnattu osakeanti lisää yhtiön osakemäärää noin 11,9 miljoonalla osakkeella eli noin 10 %:lla
- 3) 4,5 vuoden ja 5 MEUR:n vaihtovelkakirjalaina 8 %:n kuponkikorolla. Lainan konversiokurssi on 15 % korkeampi kuin 15.12.2017-1.3.2018 kaupankäyntipainotettu keskipurssi (arvioimme mukaan noin 0,47 euroa tai 4,70 SEK per osake)

Paketin neljäs jo aiemmin tiedossa ollut osa on 2 MEUR investointituki Pohjois-Suomen ELY-keskukselta.

Rahoitusratkaisun muuttuminen sitovaksi vaatii vielä Sotkamo Silverin yhtiökokouksen (järjestetään 15.3.2018) hyväksynnän vaihtovelkakirjalainan liikkeelle laskemisen osalta sekä teknisiä järjestelyitä. Arvioimme näiden olevan enää muodollisuuksia. Sotkamo Silverin on tarkoitus saada rahoituspaketti valmiiksi maaliskuun loppuun mennessä ja arvioimme yhtiön hallituksen tekävän heti rahoitusratkaisun varmistumisen jälkeen sitovan investointipäätöksen Hopeakaivoksesta. Tuotanto Hopeakaivoksella voi siten alkaa suunnitellusti vuoden 2019

alussa, mikä on linjassa yhtiön aiemmin tiedottaman aikataulun ja odotustemme kanssa.

Suhtaudumme pakettiin melko neutraalisti, vaikka uudet osakkeet olivat negatiivinen yllätys

Rahoituspaketin hinta ei ole edullinen, mutta kuten pitkät rahoitusneuvottelut ovat osoittaneet, rahoituksen hankkiminen tämäntyyppisiin korkean riskin hankkeisiin on vallitsevassa rahoitusmarkkinan tilanteessa haastavaa. Joukko- ja vaihtovelkakirjan korot olivat myös vain marginaalisesti odotuksiamme korkeammat, mutta haetun rahoituksen kokoluokka oli jonkun verran odotuksiamme suurempi (arvioimme myös yhtiön ottavan joukkovelkakirjalainaa maksimaaliset 15 MEUR, jos/kun lainoittajia löytyy) ja maturiteetti pidempi (ts. ei lyhennettäviä lainainstrumentteja). Tämä nosti Sotkamo Silverin rahoituskulujen ennusteitamme lähivuosille maltillisesti.

Uutta omaa pääomaa emme sen sijaan odottaneet yhtiön enää keräävän. Siten noin 10 %:lla yhtiön osakemäärää laimentava suunnattu osakeanti oli lievä negatiivinen yllätys. Suunnatun annin alennus suhteessa pörssikurssiin on myös melko tyypillinen tämäntyyppisissä kokonaisratkaisuissa emmekä usko paketin olleen toteutettavissa ilman tämä oman pääoman ehtoista komponenttia. Uskomme kuitenkin, että saavutettu rahoituspaketti oli paras saatavilla oleva kokonaisratkaisu yhtiölle. Lisäksi maturiteetiltaan pitkä velkarahoitus antaa johdolle rauhan keskittyä Hopeakaivoksen ja muiden hankkeiden kehittämiseen ilman rahoitushuolia. Etenkin kasvavirraltaan haasteellisen ensimmäisen vuoden (käyttöpääomaa sitoutuu tässä vaiheessa huomattavasti) osalta pitkän maturiteetin paketti antaa yhtiölle turvaa. Siten suhtaudumme siihen kokonaisuutena melko neutraalisti osakemäärän kasvusta huolimatta.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MSEK / SEK	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	0	0		290	293	1 %	299	299	0 %
Käyttökate	-38,0	-38,0		133,8	133,5	0 %	160,3	160,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-38,0	-38,0		95,1	94,7	0 %	119,0	110,5	-7 %
Liikevoitto	-38,0	-38,0		95,1	94,7	0 %	110,0	110,5	0 %
Tulos ennen veroja	-43,0	-53,0		78,2	74,6	-5 %	95,1	90,3	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,36	-0,41		0,52	0,45	-13 %	0,64	0,55	-14 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Osakkeen hinta heijastelee Hopeakaivoksen potentiaalia

Tavoitehintamme laskun taustalla on osakemäärän kasvu

Olemme päivittäneet Sotkamo Silverin tavoitehintamme pohjana olevan kassavirtamallin keskeiset parametrit alustavan rahoituspaketin julkaisemisen jälkeen. Selkeimmät muutokset tulivat suunnatun annin myötä osakemäärään, jonka kasvu painoi mallin osakekohtaisesta arvoa alaspäin noin 10 %:lla. Päivitimme pääomakustannukseen liittyneen arviomme pääomarakenteesta ja velan kustannuksista rahoitusratkaisun myötä, mutta näiden vaikutus mallin osakkeelle indikoimaan arvoon jäi vähäiseksi. Myös riskittömän koron muutos jäi viimeisen reilun viikon aikaisten pitkien korkojen liikkeiden jäljiltä marginaalisiksi.

Mallimme perustuu konsensuksen hopean ja kullan hintaennusteisiin, joissa ei ollut tapahtunut muutoksia reilun viikko sitten julkaisten edellisen päivityksemme jäljiltä (Reuters konsensus hopean hinta 2019e: 18,60 USD/oz vs. spot 16,52 USD/oz). Teollisuusmetallien ja valuuttakurssien (EUR/USD ja EUR/SEK) osalta päivitimme mallimme spot-arvoille, mikä tarkoitti marginaalisesti laskeneita sivumetallien hintaennusteita ja aavistuksen edellistä päivitystä edullisempia valuuttakursseja (vahvempi EUR/USD). Hopeakaivoksen 11 täyden vuoden tuotantoon sekä teknisen selvityksen tuotantokustannuksiin pohjautuvat kaivoksen volyyymi- ja kustannusarviot olemme pitäneet ennallaan.

Muutoksien (ts. osakemäärän kasvun) jäljiltä mallin osakkeelle indikoima arvo laski noin 10 %:lla ja on nyt noin yhtiön nykyisen pörssikurssin tasolla. Siten Hopeakaivoksen tämänhetkinen potentiaali on mielestämme hinnoiteltu varsin oikein osakkeeseen emmekä näe kurssissa selkeää liikkumavaraa kumpaankaan suuntaan. Jatkossa kurssia ajaa arviomme mukaan etenkin metallien hintojen ja hintaennusteiden sekä valuuttakurssien kehitys, minkä suhteen näemme positiiviset ja negatiiviset riskit melko neutraaleina. Lisäksi uutena elementtinä osakkeen arvostukseen vaikuttaa ennen tuotantovaiheen

aloittamista yhtiön investointibudjetin pitävyys. Tässä suhteessa riskit painottuvat mielestämme lievästi negatiiviselle puolelle Suomessa viime aikoina parantunut taloustilanne huomioiden (nostanut mahdollisesti etenkin rakentamiskustannuksia), vaikka yhtiön investointilaskelmiin sisältyykin tiettyjä puskureita yllätyksille. Lähtökohtaisesti odotamme kuitenkin yhtiön pysyvän investointibudjetissaan.

Suhteellinen tasearvostus tukee neutraalia hinnoittelukuvaa

Osakkeen neutraalia hinnoittelukuvaa indikoi myös suhteellinen tasearvostus, sillä Sotkamo Silver on hinnoiteltu tasepohjaisesti (2018e P/B 1,6x) suurin piirtein linjaan suhteessa pienistä hopeakaivosyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Tämä on mielestämme vähintäänkin riittävä taso, sillä vielä kehitys- ja investointivaiheessa olevan Sotkamo Silverin riskiprofiili on mielestämme jo tuotantovaiheen saavuttaneita yhtiöitä korkeampi. Näin ollen osakkeen suhteellinen arvostus tukee kassavirtamallimme indikoimaa näkemystä osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

Malminetsintäprojektien potentiaalia ei ole huomioitu, mutta emme halua nojata suositusta niiden varaan

Sotkamo Silverin malminetsintäprojekteissa Hopeakaivoksen alueella, Tampereen Kultavyöhykkeellä sekä Norjan ja Ruotsin valtauksilla mahdollisesti piilevää arvoa osakurssi ei kuitenkaan mielestämme huomioi lainkaan vaan yhtiön pörssikurssi on mahdollista perustella pelkästään Hopeakaivoksen arvolla. Emme kuitenkaan ole valmiita nojaamaan suositustamme yhtiön malminetsintäprojekteissa mahdollisesti piilevän arvon varaan, sillä perusteltavissa oleva arvo on joka tapauksessa hyvin maltillinen tässä vaiheessa ja arvoon liittyvä epävarmuus on erittäin merkittävä. Näin ollen kokonaiskuva puoltaa mielestämme tarkkailuasemien säilyttämistä osakkeen suhteen tässä vaiheessa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sotkamo Silver	3,90	46	29							7,5		2,1		1,6
Americas Silver	4,50	118	123			3,8	3,8	1,2	1,3	6,7				
Endeavour	24,58	1668	1887							22,0		2,1	1,8	1,6
Fortuna	5,99	605	477	10,8	6,1	6,3	4,0	3,0	2,0	13,5				
Excellon	1,75	105	106							7,6				
Great Panther	1,50	160	123							31,8		39,5		
Pan American Silver	19,75	1909	1773	12,2	12,1	7,3	6,2	2,6	2,3	19,1	16,7	0,8	0,9	1,5
Avino	1,68	56	60							12,6		5,3		
Sotkamo Silver (Inderes)	3,90	512	577	-15,2	6,5	-15,2	4,6	-	2,1	-9,4	8,6	0,0	1,7	1,6
Keskiarvo				11,5	9,1	5,8	4,7	2,3	1,9	16,2	14,2	1,5	1,6	1,6
Mediaani				11,5	9,1	6,3	4,0	2,6	2,0	13,5	11,7	1,5	1,8	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				-232 %	-28 %	-341 %	16 %	6 %	-170 %	-27 %	-100 %	-1 %	4 %	

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

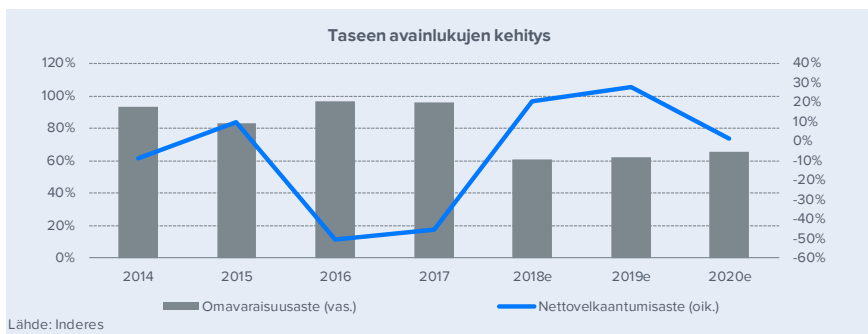
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	293,2	299,4
Käyttökate	-14,0	-4,6	-5,0	-6,0	-5,7	-21,4	-7,0	-9,0	-10,0	-12,0	-38,0	133,5	160,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-38,8	-50,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-14,1	-4,7	-5,0	-6,0	-5,7	-21,4	-7,0	-9,0	-10,0	-12,0	-38,0	94,7	110,5
Liikevoitto	-14,1	-4,7	-5,0	-6,0	-5,7	-21,4	-7,0	-9,0	-10,0	-12,0	-38,0	94,7	110,5
<i>Sotkamo Silver</i>	-14,1	-4,7	-5,0	-6,0	-5,7	-21,4	-7,0	-9,0	-10,0	-12,0	-38,0	94,7	110,5
Nettorahoituskulut	4,1	-0,4	2,5	-1,8	5,8	6,1	0,0	-5,0	-5,0	-5,0	-15,0	-20,2	-20,1
Tulos ennen veroja	-10,0	-5,1	-2,4	-7,9	0,1	-15,2	-7,0	-14,0	-15,0	-17,0	-53,0	74,6	90,3
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-14,9	-18,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-10,0	-5,1	-2,4	-7,9	0,1	-15,2	-7,0	-14,0	-15,0	-17,0	-53,0	59,6	72,3
EPS (oikaistu)	-0,10	-0,05	-0,02	-0,07	0,00	-0,14	-0,05	-0,11	-0,12	-0,13	-0,41	0,45	0,55
EPS (raportoitu)	-0,10	-0,05	-0,02	-0,07	0,00	-0,14	-0,05	-0,11	-0,12	-0,13	-0,41	0,45	0,55

Taserakenne

Tase

Vastaavaa (MSEK)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	137	141	168	373	437
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	49	49	49	49	49
Käyttöomaisuus	87	92	118	323	387
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	13	158	173	144	169
Varastot	0	0	0	0	35
Muut lyhytaikaiset varat	0	1	9	9	9
Myyntisaamiset	0	0	0	0	29
Likvidit varat	13	156	164	135	95
Taseen loppusumma	150	299	341	517	606

Vastattavaa (MSEK)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	125	288	329	316	375
Osakepääoma	142	314	370	410	410
Kertyneet voittovarvat	-12	-26	-41	-94	-35
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	-5	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	20	4	10	201	201
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	20	4	9	150	150
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	50	50
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	5	7	7	0	29
Lainat rahoituslaitoksilta	5	7	7	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	29
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	150	299	345	517	606



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	0,0	0,0	0,0	0,0	293,2
EBITDA	-8,3	-14,0	-21,4	-38,0	133,5
EBITDA-marginaali (%)	-	-	-	-	45,5
EBIT	-8,4	-14,1	-21,4	-38,0	94,7
Voitto ennen veroja	-11,7	-10,0	-15,2	-53,0	74,6
Nettovoitto	-11,7	-10,0	-15,2	-53,0	59,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	150,0	298,7	341,1	516,6	605,5
Oma pääoma	124,8	287,9	328,5	315,5	375,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	25,0	10,5	15,9	150,1	150,1

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	-8,3	-14,0	-21,4	-38,0	133,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	-0,8	-8,1	0,0	-35,2
Operatiivinen kassavirta	-8,4	-14,7	-29,5	-38,0	79,4
Vapaa kassavirta	-20,7	-19,1	-55,4	-223,0	-23,6

Yhtiökuvaus
Sotkamo Silver kehittää hopea- kulta- ja sinkkiesiintymiä Pohjoismaissa. Yhtiöllä on pitkälle viety Hopeakaivos -projekti Sotkamon kunnassa Itä-Suomessa. Hankeelle on valmistunut lopullinen toteutettavuus selvitys/kannattavuus selvitys ja valmistelee parhaillaan hankerahoitusta Hopeakaivos hankkeelle. Sotkamo Silverin pääkonttori sijaitsee Tukholmassa, Ruotsissa. Oulussa on paikallistoimisto ja Sotkamossa on kenttätoimisto.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-0,56	-0,10	-0,14	-0,41	0,45
EPS oikaistu	-0,56	-0,10	-0,14	-0,41	0,45
Operat. kassavirta per osake	-0,41	-0,14	-0,27	-0,30	0,60
Tasearvo per osake	6,04	2,75	2,99	2,46	2,86
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	15
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	8,6
P/B	0,7	1,6	1,4	1,6	1,4
P/Liikevaihto	-	-	-	-	1,7
P/CF	neg.	neg.	neg.	neg.	6,5
EV/Liikevaihto	-	-	-	-	2,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	4,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	6,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Suomen Teollisuus sijoitus Oyj	9,7 %
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	9,7 %
Nordic Option Oy	4,0 %
Timo Lindborg	3,3 %
Swiss Life Luxemburg SA	3,1 %
Lombard International Life Assurance S.A	2,6 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.9.2016	Osta	4,00 SEK	3,00 SEK
17.11.2016	Osta	4,00 SEK	3,12 SEK
3.1.2017	Lisää	4,70 SEK	4,40 SEK
16.2.2017	Lisää	5,20 SEK	4,69 SEK
3.4.2017	Vähennä	5,00 SEK	4,95 SEK
11.5.2017	Vähennä	4,70 SEK	4,50 SEK
24.8.2017	Vähennä	4,20 SEK	4,37 SEK
16.11.2017	Vähennä	3,80 SEK	3,89 SEK
22.2.2018	Vähennä	4,00 SEK	4,09 SEK
5.3.2018	Vähennä	3,80 SEK	3,90 SEK

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittävää omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>